

**O AJUSTE FISCAL
DE MÉDIO PRAZO:
O QUE VAI ACONTECER
QUANDO AS RECEITAS
EXTRAORDINÁRIAS
ACABAREM?**

Francisco José Zagari Rigolon
Fabio Giambiagi*

*Economistas do BNDES. Os autores
agradecem os comentários de Armando
Castelar Pinheiro, Sheila Najberg e
Bruno Freire a uma versão preliminar do trabalho.
Os erros remanescentes são, entretanto,
de exclusiva responsabilidade dos autores.

Sumário

Resumo.	3
Abstract	3
1. Introdução	4
2. O ajuste Fiscal de 1999/2001: Fatos Estilizados.	5
3. A Sustentabilidade da Política Fiscal.	8
4. O Ajuste Fiscal de Médio Prazo: Cenários para o Período 2000/05	12
5. Conclusões	22
Referências Bibliográficas	24

Resumo

Este artigo discute as perspectivas de ajuste fiscal de médio prazo no Brasil, à luz da literatura sobre sustentabilidade da política fiscal. Mostra-se que, a partir de 2002, quando o governo deixará de contar com as receitas extraordinárias provenientes da prorrogação da CPMF e das concessões de serviços públicos, o superávit primário poderá cair significativamente na comparação com os superávits previstos para o período 1999/2001. Exercícios envolvendo a dinâmica dos gastos públicos na transição para uma política fiscal sustentável, com base em cenários de médio prazo para as finanças públicas, motivam a proposta de redução gradual das receitas extraordinárias, ao invés de sua súbita eliminação em junho de 2002.

Abstract

This paper discusses the prospects for the medium term fiscal adjustment in Brazil, based on the literature about the sustainability of fiscal policy. It shows that, from 2002 onwards, when the government will no more collect the windfall revenues from the CPMF and the concessions of public services, the primary surplus could fall significantly if compared with the surplus expected for the period 1999/2001. Exercises involving the dynamics of the public spending, based on the building of medium term scenarios for the public finances, motivate the proposal of reducing gradually the windfall revenues, instead of eliminating them abruptly in June 2002.

1. Introdução

A sustentabilidade da política fiscal é uma preocupação antiga dos economistas. Análises do tema podem ser encontradas, por exemplo, em trabalhos de Keynes (1971) e Domar (1944).¹ Mais recentemente, o interesse pela questão foi renovado diante dos desenvolvimentos da política fiscal nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Na Comunidade Européia, por exemplo, o crescimento insustentável da dívida pública em diversos países, durante a década de 80 e início da de 90, suscitou temores sobre os possíveis efeitos desse fenômeno no processo de unificação monetária. Nos Estados Unidos, reformas na legislação foram requeridas para reverter a tendência de expansão da dívida pública.

Nos países em desenvolvimento, a sustentabilidade da política fiscal é atualmente entendida como um pré-requisito dos programas de estabilização e de retomada do crescimento econômico. Há um certo consenso de que os programas de estabilização e de reforma estrutural com fundamento fiscal frágil estariam fadados ao fracasso. No caso do Brasil, a importância da sustentabilidade da política fiscal para a estabilidade macroeconômica foi reconhecida com a criação do Programa de Estabilidade Fiscal, em outubro de 1998, cujas metas foram posteriormente incorporadas no acordo de assistência financeira com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

O Programa prevê um ajuste fiscal significativo para o período 1999/2001, sintetizado em metas de superávit primário do setor público consolidado superiores a 3% do PIB em cada ano. No entanto, uma parcela relevante desse ajuste será composta por receitas extraordinárias da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e das concessões de serviços públicos, que serão eliminadas a partir de 2002. Como um ajuste via cortes adicionais de despesas pode ser inviabilizado politicamente, uma questão interessante que emerge é a seguinte: o que acontecerá ao ajuste fiscal de médio prazo após a supressão das receitas extraordinárias?

O objetivo deste artigo é estudar as perspectivas do ajuste fiscal de médio prazo no Brasil, à luz da literatura sobre a sustentabilidade da política fiscal. Para isso, ele foi organizado como se segue: a Seção 2 caracteriza sucintamente a situação das finanças públicas no Brasil e destaca a importância da tentativa de ajuste fiscal iniciada em 1999; a Seção 3 apresenta o conceito teórico de sustentabilidade da política fiscal e discute algumas aplicações empíricas; na Seção 4 realiza-se um exercício numérico destinado a avaliar o comportamento requerido dos gastos

1 Na literatura brasileira, Lerda (1987) coloca em perspectiva o debate sobre a sustentabilidade da política fiscal.

não-financeiros do governo federal, sob as hipóteses alternativas de eliminação das receitas extraordinárias em 2002 ou 2004; e a Seção 5 reúne as principais conclusões.

2. O Ajuste Fiscal de 1999/2001: Fatos Estilizados

Os Gráficos 1 a 4 e a Tabela 1 resumem o comportamento das finanças públicas no Brasil entre 1991 e 1998. Os Gráficos 1 a 3 mostram a evolução dos resultados operacional e primário e das despesas com juros reais do setor público consolidado, enquanto a Tabela 1 apresenta os fluxos médios dessas variáveis nos períodos 1991/94 e 1995/98 e as variações entre os períodos. O Gráfico 4 descreve a evolução da dívida líquida do setor público desde 1990.

Gráfico 1
Setor Público Consolidado: Déficit Operacional - 1991/98

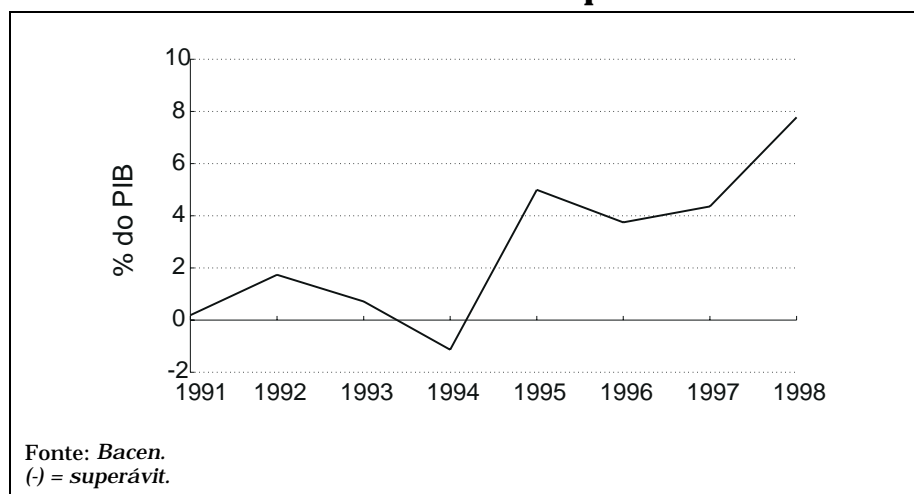


Gráfico 2
Setor Público Consolidado: Déficit Primário - 1991/98

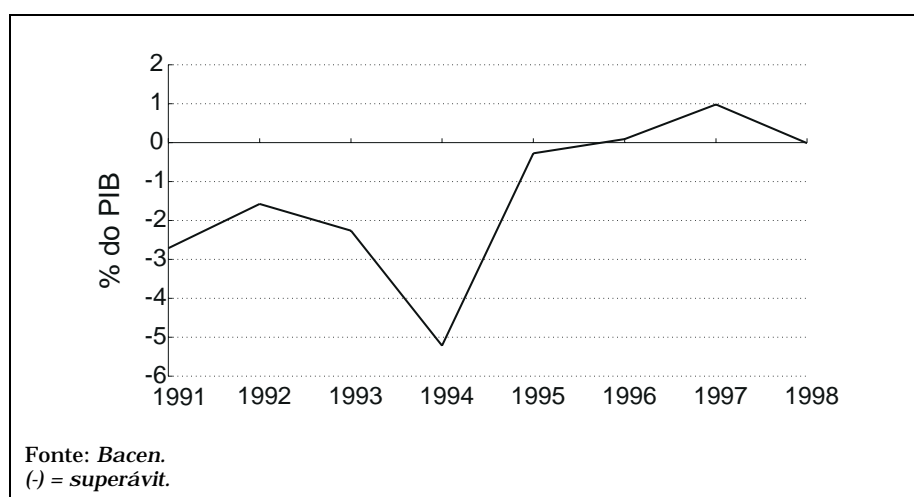


Gráfico 3
Setor Público Consolidado: Despesas com Juros
Reais - 1991/98

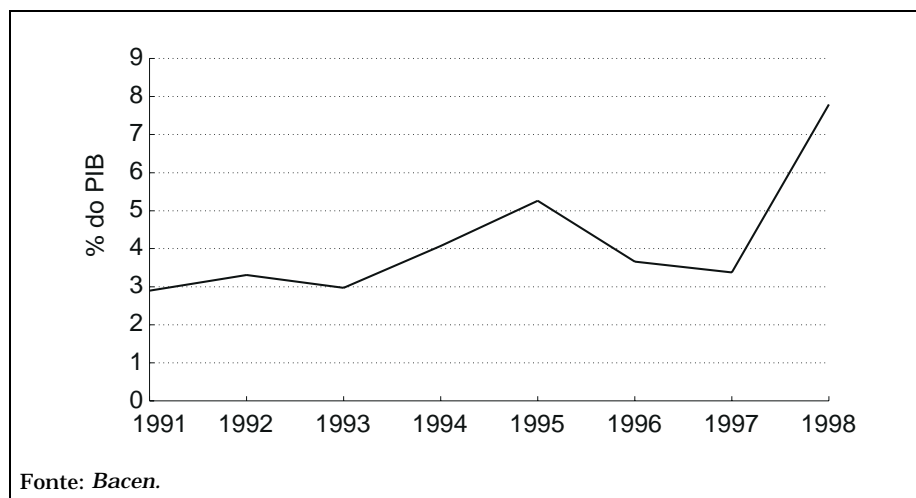
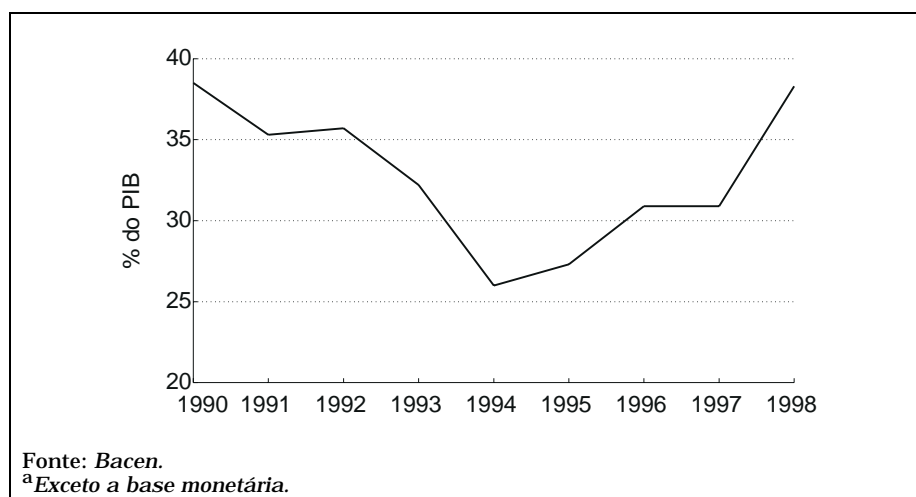


Gráfico 4
Setor Público Consolidado: Dívida Líquida^a - 1990/98



A simples observação dos dados mostra que as finanças públicas brasileiras já se encontravam em situação de desequilíbrio no momento da eclosão das crises financeiras internacionais de 1997 e 1998 (crises asiática e russa). O superávit primário de 2,9% do PIB entre 1990 e 1994 fora substituído por um déficit primário de 0,3% do PIB entre 1995 e 1997. O equilíbrio operacional observado entre 1991 e 1994 dera lugar a um déficit de 4,4% do PIB entre 1995 e 1997. Conseqüentemente, a trajetória de queda da dívida líquida fora interrompida em 1994: a dívida líquida do setor público consolidado passara de 26% do PIB em 1994 para 31% do PIB em 1996/97.²

2 Neste artigo, adotou-se o conceito de dívida líquida do setor público consolidado, exclusive a base monetária.

A partir do final de 1997, as sucessivas elevações das taxas de juros em resposta às crises financeiras internacionais só fizeram agravar esse quadro. As despesas com juros reais aumentaram de 3,4% do PIB em 1997 para 7,8% do PIB em 1998. A ligeira melhoria do resultado primário, que passou de um déficit de 1% do PIB em 1997 para um equilíbrio em 1998, não foi suficiente para compensar os efeitos da expansão das despesas com juros no estoque da dívida. De fato, a dívida líquida do setor público consolidado aumentou substancialmente, de 31% do PIB em 1997 para mais de 38% do PIB em 1998.

A significativa deterioração das finanças públicas entre os períodos 1991/94 e 1995/98 está sintetizada na Tabela 1. Na média, houve uma piora de 4,8% do PIB no resultado operacional, sendo 3,1% do PIB correspondentes à variação negativa do resultado primário e 1,7% do PIB ao aumento das despesas de juros reais. O governo federal foi o que apresentou os maiores déficits acumulados entre os dois períodos, contribuindo com 1,3% do PIB na deterioração do resultado primário e com 1,4% do PIB no aumento das despesas de juros, além de explicar mais de 50% da piora do resultado operacional.

O reconhecimento de que a fragilidade do fundamento fiscal reduzia a credibilidade da política econômica e concorria para a rápida perda de reservas internacionais levou o governo a anunciar, em outubro de 1998, o Programa de Estabilidade Fiscal [Ministério da Fazenda (1998)]. As metas fiscais e as medidas do Programa foram posteriormente submetidas à avaliação do FMI e incorporadas no acordo de socorro financeiro aprovado por aquela instituição em dezembro de 1998. Em março de 1999, diversos elementos do acordo, inclusive as metas fiscais, foram revisados para se adequarem aos efeitos da desvalorização cambial de janeiro de 1999.

Tabela 1
Resultados Fiscais - 1991/98

<i>Itens</i>	<i>Médias Anuais (% do PIB)</i>		<i>Variação 1991/94-1995/98</i>		
	<i>1991/94 (A)</i>	<i>1995/98 (B)</i>	<i>(B) - (A)</i>	<i>Decomp I</i>	<i>Decomp II</i>
Déficit Operacional	0,4	5,2	4,8	100,0	
Governo Federal	-0,1	2,6	2,7	55,9	
Estados e Municípios	0,2	2,1	1,9	38,7	
Empresas Estatais	0,2	0,5	0,3	5,4	
Despesas de Juros Reais	3,3	5,0	1,7	35,3	100,0
Governo Federal	1,5	2,9	1,4	29,8	84,5
Estados e Municípios	0,9	1,7	0,7	15,4	43,7
Empresas Estatais	0,9	0,4	-0,5	-10,0	-28,2
Déficit Primário	-2,9	0,2	3,1	64,7	100,0
Governo Federal	-1,6	-0,3	1,3	26,1	40,4
Estados e Municípios	-0,7	0,4	1,1	23,3	36,0
Empresas Estatais	-0,7	0,1	0,7	15,3	23,7

Fonte: *Bacen*.

Em linhas gerais, o Programa tem o objetivo de interromper, entre 1999 e 2001, a tendência de crescimento da dívida líquida do setor público consolidado. Para estabilizar a dívida líquida como proporção do PIB (em torno de 50% do PIB ao final de 1999 e de 46,5% do PIB ao final de 2001),³ o governo comprometeu-se com metas para o superávit primário de 3,10% do PIB em 1999, 3,25% em 2000 e 3,35% em 2001. Trata-se de um esforço significativo de ajuste fiscal, em comparação com o resultado primário nulo observado em 1998. Diversas medidas foram aprovadas para viabilizar o cumprimento das metas, com destaque para:

- a prorrogação da CPMF até junho de 2002, com alíquotas de 0,38% entre junho de 1999 e junho de 2000 e de 0,30% nos demais 24 meses do período de vigência;
- a elevação das alíquotas de 0,20% para 0,30% e a ampliação da base de arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins);
- a criação da contribuição previdenciária dos servidores públicos inativos e o aumento da contribuição dos servidores ativos;
- o corte nos investimentos programados das empresas estatais federais; e
- o corte em outros gastos de custeio e investimento (OCC) do governo federal.

A maior parcela do ajuste caberá ao governo federal. Em 1999, por exemplo, ele será responsável por cerca de 80% da meta de superávit primário. Mas as autoridades esperam que os acordos de renegociação das dívidas estaduais assinados entre 1997 e 1998 e os cortes programados nos investimentos das estatais produzam superávits primários também nesses níveis de governo.

3. A Sustentabilidade da Política Fiscal

Nossa discussão sobre a sustentabilidade da política fiscal terá como ponto de partida a seguinte restrição orçamentária dinâmica do governo:

$$dB/ds = G - T + iB - V - S \quad (1)$$

3 Esses valores, que foram os negociados com o FMI, incluem a base monetária e, portanto, não são diretamente comparáveis com os valores apresentados no Gráfico 4, que a excluem.

onde dB/ds é a variação da dívida pública nominal B no intervalo s , G o gasto do governo em bens e serviços, T a receita tributária líquida de transferências, i a taxa de juros nominal incidente sobre a dívida pública, V as variações patrimoniais e S a receita de senhoriagem. O termo V captura os efeitos de privatizações, passivos ocultos, mudanças de preços relativos etc. no estoque da dívida pública. Para simplificar, vamos supor que $V = S = 0$. Com isso, o lado direito de (1) equivale à definição usual de déficit nominal, com $(T - G)$ igual ao superávit primário, que denotaremos por P .

Como as economias crescem ao longo do tempo, é útil reescrever a equação (1) em termos de proporção do PIB. Definam-se b , g , t e p , respectivamente, como as razões entre dívida, gasto, receita líquida e superávit primário (a preços constantes) e o PIB real. Sejam y a taxa de crescimento real do PIB e r a taxa de juros real *ex post* ($r = i - \pi$, onde π é a taxa de inflação). Então:

$$db/ds = g - t + (r - y)b = (r - y)b - p \quad (2)$$

A equação (2) descreve a dinâmica da razão dívida/PIB (em termos reais). Vamos supor, adicionalmente, que $r > y$. O comportamento de b ao longo do tempo depende da evolução de p . Se p for igual a zero, b aumentará permanentemente à taxa $(r - y)$. Se p for negativo (ou seja, se o governo produzir déficits primários), b crescerá permanentemente a taxas superiores a $(r - y)$. Finalmente, se p for positivo (se o governo produzir superávits primários), b crescerá a uma taxa inferior a $(r - y)$. Se os superávits primários forem suficientemente elevados, b poderá ficar constante ou mesmo diminuir.⁴

Podemos apresentar agora uma definição formal de sustentabilidade da política fiscal. Considere-se a política fiscal como um conjunto de regras que resultam em um nível de dívida pública. Então, *uma política fiscal sustentável é definida como aquela que implica a convergência da razão dívida/PIB a um valor constante* [Blanchard et al. (1990)].⁵

Que restrições a definição de sustentabilidade impõe à política fiscal? Usando-se a equação (2), pode-se derivar a seguinte expressão para caracterizar a evolução da razão dívida/PIB ao longo do tempo [ver Blanchard et al. (1990)]:

4 A hipótese de que $(r - y) > 0$ é importante, e sem ela a discussão sobre a sustentabilidade ganharia uma outra direção [ver Blanchard et al. (1990) e Zee (1988)]. De fato, com $(r - y) < 0$, superávits primários não seriam necessários para assegurar a sustentabilidade. No entanto, Blanchard et al. (1990) argüem que existe um consenso razoável entre os economistas sobre a validade da hipótese de que $r > y$ a médio e longo prazos. Neste artigo, seguimos Blanchard et al. (1990) e adotamos essa hipótese.

5 Note-se que essa definição é empregada na prática como uma regra de política fiscal. Segundo Kopits e Symanski (1998), "a fiscal policy rule may consist of a limit on, or a target for, the stock of public debt as a proportion of GDP". Esses autores citam os casos da União Européia e da Nova Zelândia como exemplos de aplicação da regra. No Brasil, como já mencionado, o Programa de Estabilidade Fiscal também fixou metas para a dívida pública como proporção do PIB.

$$b_n = b_0 e^{(r-y)n} - \int_0^n p_s e^{(r-y)(n-s)} ds \quad (3)$$

A equação (3) mostra que a razão dívida/PIB no tempo n (b_n) é igual à razão inicial, b_0 , capitalizada a uma taxa igual a $(r - y)$, menos os superávits primários p_s acumulados no período e capitalizados à mesma taxa $(r - y)$.⁶

Reescrevendo-se a equação (3) em termos de valor presente, isto é, descontando-se para o período 0 usando-se $(r - y)$ como a taxa de desconto, tem-se:

$$b_n e^{-(r-y)n} = b_0 - \int_0^n p_s e^{-(r-y)s} ds \quad (4)$$

A definição de sustentabilidade implica que, no limite (quando $n \rightarrow \infty$), b_n converge para um valor constante. Consequentemente:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} b_n e^{-(r-y)n} = 0 \quad (5)$$

A restrição (5), também conhecida como condição de jogos não-Ponzi, requer que o *valor presente* da razão dívida/PIB convirja para zero no futuro indefinido. Essa restrição tem o objetivo de evitar um comportamento especulativo por parte do governo e é motivada pela proposição de que os credores não estariam dispostos a financiar permanentemente os déficits do devedor (no caso, o governo) com novos empréstimos. Se isso acontecesse, a razão dívida/PIB aumentaria sistematicamente, violando o requisito de sustentabilidade.⁷

Usando-se a expressão (5) para tomar limites em (4), conclui-se que:

$$b_0 = \int_0^\infty p_s e^{-(r-y)s} ds \quad (6)$$

A equação (6) resume o conceito de sustentabilidade: uma política fiscal será sustentável se a razão dívida/PIB inicial, b_0 , for igual ao valor presente esperado dos superávits primários futuros consistentes com a convergência de b_n para um valor constante. Em outras palavras: partindo-se de uma razão dívida/PIB positiva, uma política fiscal será sustentável se produzir

6 Para simplificar a notação, assumiu-se que $(r - y)$ é constante.

7 É interessante observar que a restrição (5) pode ser satisfeita mesmo que a razão dívida/PIB não convirja para um valor constante. Por exemplo, se b aumentar permanentemente a uma taxa inferior a $(r - y)$, a razão dívida/PIB explodiria, mas o seu valor presente convergiria para zero. Nesse sentido, a condição de convergência da razão dívida/PIB para um valor constante (a definição de sustentabilidade usada no artigo) é mais forte do que a condição de jogos não-Ponzi. A primeira condição implica a segunda, mas a recíproca não é verdadeira. Em outras palavras, a condição de jogos não-Ponzi é uma condição necessária, mas não suficiente, para a sustentabilidade da política fiscal.

superávits primários no futuro nas magnitudes requeridas pela equação (6) [Blanchard *et al.* (1990)].

A importância da restrição (6) para a sustentabilidade da política fiscal foi assim ressaltada por Wilcox (1989, p. 291-292):

“Fiscal policy is constrained by the need to finance the deficit. Virtually any pattern of deficits would be sustainable if it were possible to borrow money, and pay the interest by borrowing more. Indeed, in some model economies it is possible for the government to do exactly that [Diamond (1965)]. In those economies, which are labeled dynamically inefficient, an increase in current debt has no implications for future surpluses. Governments in dynamically efficient economies, on the other hand, face a present-value borrowing constraint, so-called because it states that the current market value of the debt equals the discounted sum of expected future surpluses.”

Os testes empíricos de sustentabilidade da política fiscal procuram avaliar em que medida a definição de sustentabilidade ou as suas implicações, resumidas na condição (6), são satisfeitas na prática. Chouraqi *et al.* (1986), por exemplo, simularam trajetórias futuras da dívida pública como proporção do PNB para os países da OCDE e concluíram que em vários deles havia uma tendência de crescimento da dívida a longo prazo, ou seja, a política fiscal não era sustentável. Beviláqua e Werneck (1997) realizaram um exercício semelhante para o Brasil e concluíram que a política fiscal da época era insustentável.

Blanchard *et al.* (1990) construíram indicadores alternativos de sustentabilidade para os países da OCDE. Dadas previsões dos gastos públicos e o nível inicial da dívida, as receitas tributárias “sustentáveis” de curto, médio e longo prazos foram estimadas com base em variantes da equação (6).⁸ O indicador de sustentabilidade foi então definido como a diferença entre as receitas “sustentáveis” e as receitas correntes, com valores positivos correspondendo a políticas sustentáveis e valores negativos a políticas insustentáveis. Nesse último caso, o valor absoluto do indicador é precisamente igual à magnitude do ajuste fiscal imediato requerido.

Cuddington (1997) considerou duas abordagens para estudar a sustentabilidade da política fiscal em países em desenvolvimento: a contábil e a do valor presente. A primeira focaliza estados estacionários (*steady-states*) e calcula o superávit primário sustentável, ou seja, aquele requerido para manter a razão dívida/PIB constante. Na segunda, dadas projeções para a taxa de juros e o crescimento do PIB, verifica-se se as metas de superávit primário implícitas na política fiscal corrente respeitam a condição de jogos não-Ponzi em um horizonte de longo prazo.

8 Curto, médio e longo prazos foram definidos como períodos de um, cinco e 40 anos, respectivamente.

Se isso acontecer, a política fiscal será sustentável. Caso contrário, ela será insustentável.⁹

Para efeitos da investigação empírica desenvolvida na próxima seção, usaremos a abordagem contábil ou de consistência, resumida na seguinte fórmula:

$$p^* = b^* \cdot \frac{(r - y)}{(1 + y)} - s \quad (7)$$

onde p^* é o superávit primário “sustentável”, b^* a dívida pública “sustentável”, r a taxa de juros real bruta (incluindo impostos), y a taxa de crescimento real do PIB e s a receita de senhoriagem. Os valores de p^* , b^* e s são expressos como proporção do PIB. Dadas previsões para r , y e s , a fórmula (7) permite calcular o superávit primário médio p^* requerido para estabilizar a dívida pública no nível médio desejado b^* . Uma das vantagens de (7) é possibilitar a discussão de sustentabilidade da política fiscal em intervalos finitos de tempo (cinco anos, por exemplo).¹⁰

4. O Ajuste Fiscal de Médio Prazo: Cenários para o Período 2000/05

O objetivo desta seção é estudar o ajuste fiscal de médio prazo no Brasil. A análise foi dividida em duas etapas. Na primeira, estudam-se dois cenários alternativos (A e B) para o comportamento das contas do governo federal entre 2000 e 2004: no cenário A, a receita da CPMF é eliminada subitamente em junho de 2002, ao passo que no cenário B há uma redução suave das alíquotas e a eliminação definitiva desse tributo só acontece em junho de 2004.

A diferença básica entre os dois cenários é o tratamento dado à receita da CPMF, mas isso não quer dizer que a prorrogação desse tributo seja necessária para caracterizar o cenário B. Os mesmos resultados seriam obtidos pela criação de outras receitas extraordinárias entre 2002 e 2004 que compensem exatamente a perda de arrecadação com a CPMF. Considerando-se os impactos distorcivos da CPMF sobre a economia, é bastante provável que a sua substituição por outras receitas extraordinárias seja inclusive melhor sob o ponto de vista da eficiência

9 Uma outra linha de pesquisa empírica, iniciada com o trabalho pioneiro de Hamilton e Flavin (1986), usa métodos econométricos para testar se o regime fiscal, como capturado em séries de tempo, viola ou não as condições de jogos não-Ponzi ou de transversalidade. Issler e Lima (1997) desenvolveram uma aplicação desses métodos para dados brasileiros.

10 Para mais detalhes, ver Cuddington (1997) e Garcia (1997). Observe-se também que (7) é uma variante de (2), assumindo-se que $db/ds = 0$ e que existe senhoriagem.

microeconômica.¹¹ Portanto, o exemplo da CPMF serve apenas para motivar a discussão sobre o *nível* das receitas extraordinárias. A escolha de qual seria a melhor fonte de receitas extraordinárias – CPMF ou qualquer outro tributo – é um tema que ultrapassa os objetivos deste artigo.

O comportamento estipulado para a CPMF nos dois cenários produz diferentes trajetórias para as receitas líquidas, o superávit primário, a taxa de juros real e a dívida pública entre 2000 e 2004. Essas trajetórias são usadas na segunda etapa do exercício para derivar o crescimento médio dos gastos não-financeiros do governo federal na transição para uma política fiscal sustentável. No que se segue, a discussão ficará restrita às contas do governo federal. Por isso, e também para assegurar a sustentabilidade da política fiscal do setor público consolidado, assumiu-se que a razão dívida/PIB de estados e municípios e das empresas estatais convergirá para um valor constante. O ano 2000, para o qual estão disponíveis metas fiscais referentes ao Programa de Estabilidade Fiscal – em particular a meta de superávit primário de 2,65% do PIB para o governo federal –, foi escolhido como data-base do exercício.

A Tabela 2 resume os parâmetros adotados nas simulações. As receitas da CPMF foram estimadas a partir de extrapolações lineares simples da arrecadação observada em 1998. As transferências a estados e municípios foram definidas como proporção da receita ordinária bruta do governo federal. Assumiu-se um crescimento real de 1% a.a. nas despesas de pessoal e de 4% a.a. nas previdenciárias. O dispêndio por conta de ressarcimentos da Lei Kandir é decrescente e resulta da aplicação de fatores inferiores a 1 aos gastos reais do ano anterior. As despesas referentes a sentenças judiciais são mantidas no nível real da data-base. Outros gastos (TDA, POOC, abono/seguro-desemprego) foram fixados como proporções do PIB.¹² Finalmente, supôs-se que as “outras despesas correntes e de capital” (OCC), em termos reais, permaneçam constantes em 2001, cresçam em linha com o PIB em 2002 e a uma taxa intermediária entre o crescimento da população e do PIB a partir de 2003.

As Tabelas 3 a 5 apresentam o comportamento das variáveis fiscais em ambos os cenários, a preços correntes, constantes da data-base e como proporção do PIB, respectivamente. O cenário A corresponde à situação corrente: a CPMF será ar-

11 A CPMF é um tributo em cascata, cumulativo, que aumenta os custos de produção e de comercialização de maneira imprevisível, reduz as possibilidades de as empresas buscarem ganhos de eficiência através das transações, diminui a competitividade das exportações e dos substitutos de importações e perturba a eficiência do mercado financeiro. Por tudo isso, ela é nociva para a produção, a acumulação de poupança, o investimento, o crescimento econômico e o comércio exterior.

12 A escolha desses parâmetros implica um crescimento real médio das despesas exclusive OCC de 2,4% a.a. entre 2000 e 2004, muito próxima ao valor de 2,5% para o parâmetro β , que será definido e usado no final desta seção.

Tabela 2
Parâmetros – 2001/04

	2001	2002	2003	2004
Inflação (%)	2,0	2,0	2,0	2,0
Crescimento Real do PIB (%)	4,0	4,0	4,0	4,0
CPMF – Cenário A (% do PIB)	1,35	0,62	0,00	0,00
CPMF – Cenário B (% do PIB)	1,35	1,11	0,66	0,21
Concessões (% do PIB)	0,1	0,0	0,0	0,0
Transferências (% Outras Receitas)	16,3	16,3	16,3	16,3
Crescimento Real – Despesa de Pessoal (%)	1,0	1,0	1,0	1,0
Crescimento Real – Despesas Previdenciárias (%)	4,0	4,0	4,0	4,0
TDAs (% do PIB)	0,1	0,1	0,1	0,1
POOC (% do PIB)	0,2	0,2	0,2	0,2
Abono/Seguro-Desemprego (% do PIB)	0,6	0,6	0,6	0,6
Fator Lei Complementar ICMS (2000 = 1,0)	0,8	0,7	0,6	0,5
Crescimento Real OCC (%)	0,0	4,0	3,0	3,0

recadada até meados de 2002, com alíquotas de 0,38% até junho de 2000 e de 0,30% daí em diante. O cenário B contempla a prorrogação da CPMF por mais 24 meses, com alíquotas decrescentes, de 0,20% nos primeiros 12 meses e de 0,10% nos restantes. Portanto, como já mencionado, os dois cenários se diferenciam pelo tratamento dado à arrecadação da CPMF: no cenário A, essa receita é eliminada subitamente em 2002, ao passo que no cenário B a eliminação é mais suave e só acontece definitivamente em junho de 2004.

A comparação entre os cenários A e B mostra que a política com relação às receitas extraordinárias afeta significativamente as trajetórias da receita líquida e do superávit primário. No cenário A, de supressão súbita da CPMF, a receita líquida cairia de 18,3% do PIB para 16,3% do PIB entre 2000 e 2003, ao passo que no cenário B a mesma queda acontece em um período maior, entre 2000 e 2005 (ver Tabela 5).¹³

Em ambos os casos, os gastos não-financeiros aumentam a um ritmo inferior ao crescimento do PIB, conduzindo a uma queda da razão gastos não-financeiros/PIB que compensa ao longo do tempo a redução das receitas extraordinárias. Mas, como no cenário A há uma interrupção súbita da arrecadação dessas receitas, a queda da razão gastos não-financeiros/PIB é insuficiente para evitar uma deterioração expressiva dos superávits primários em comparação com o cenário B.

De fato, no cenário A os superávits primários (a preços constantes de 2000) diminuem de R\$ 28,6 bilhões em 2001 (ano da CPMF plena) para R\$ 21,2 bilhões em 2002 e apenas R\$ 17,1

13 Se a Tabela 5 fosse estendida no tempo, a receita líquida no cenário B em 2005 seria igual a 16,3% do PIB.

Tabela 3
Governo Federal: Projeções – 2000/04
(R\$ Bilhões Correntes)

	2000	2001	2002	2003	2004
Receita					
CPMF (Cenário A)	16,4	15,5	7,5	0,0	0,0
CPMF (Cenário B)	16,4	15,5	13,5	8,5	2,9
Concessões	5,4	1,1	0,0	0,0	0,0
Outras Receitas	210,6	223,4	237,0	251,4	266,6
Total da Receita (Cenário A)	232,4	240,0	244,5	251,4	266,6
Total da Receita (Cenário B)	232,4	240,0	250,5	259,9	269,5
(-) Transferências a Estados e Municípios	34,6	36,4	38,6	41,0	43,5
Receita Líquida (Cenário A)	197,8	203,6	205,9	210,4	223,2
Receita Líquida (Cenário B)	197,8	203,6	211,8	218,9	226,1
Despesa					
Pessoal	51,9	53,5	55,1	56,7	58,4
Benefícios Previdenciários	63,8	67,7	71,8	76,1	80,8
TDA	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4
POOC	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7
Abono/Seguro-Desemprego	6,5	6,9	7,3	7,7	8,2
Sentenças Judiciais	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2
Lei Complementar ICMS	4,2	3,6	3,3	3,0	2,7
OCC	36,6	37,3	39,6	41,6	43,7
Total da Despesa	169,2	175,4	183,8	192,3	201,1
Superávit Primário (Cenário A)	28,6	28,2	22,1	18,1	22,0
Superávit Primário (Cenário B)	28,6	28,2	28,0	26,6	24,9

Tabela 4
Governo Federal: Projeções – 2000/04
(R\$ Bilhões Constantes de 2000)

	2000	2001	2002	2003	2004
Receita					
CPMF (Cenário A)	16,4	15,2	7,2	0,0	0,0
CPMF (Cenário B)	16,4	15,2	13,0	8,0	2,7
Concessões	5,4	1,1	0,0	0,0	0,0
Outras Receitas	210,6	219,0	227,8	236,9	246,3
Total da Receita (Cenário A)	232,4	235,3	235,0	236,9	246,3
Total da Receita (Cenário B)	232,4	235,3	240,7	244,9	249,0
(-) Transferências a Estados e Municípios	34,6	35,7	37,1	38,6	40,2
Receita Líquida (Cenário A)	197,8	199,6	197,9	198,3	206,2
Receita Líquida (Cenário B)	197,8	199,6	203,6	206,3	208,8
Despesa					
Pessoal	51,9	52,4	52,9	53,5	54,0
Benefícios Previdenciários	63,8	66,3	69,0	71,7	74,6
TDA	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
POOC	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5
Abono/Seguro-Desemprego	6,5	6,7	7,0	7,3	7,6
Sentenças Judiciais	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Lei Complementar ICMS	4,2	3,5	3,2	2,8	2,5
OCC	36,6	36,6	38,1	39,2	40,4
Total da Despesa	169,2	171,9	176,7	181,2	185,8
Superávit Primário (Cenário A)	28,6	27,7	21,2	17,1	20,4
Superávit Primário (Cenário B)	28,6	27,7	26,9	25,1	23,0

Tabela 5
Governo Federal: Projeções – 2000/04
(% do PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004
Receita					
CPMF (Cenário A)	1,5	1,4	0,6	0,0	0,0
CPMF (Cenário B)	1,5	1,4	1,1	0,7	0,2
Concessões	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Outras Receitas	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Total da Receita (Cenário A)	21,5	20,9	20,1	19,5	19,5
Total da Receita (Cenário B)	21,5	20,9	20,6	20,1	19,7
(-) Transferências a Estados e Municípios	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Receita Líquida (Cenário A)	18,3	17,8	16,9	16,3	16,3
Receita Líquida (Cenário B)	18,3	17,8	17,4	17,0	16,5
Despesa					
Pessoal	4,8	4,7	4,5	4,4	4,3
Benefícios Previdenciários	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
TDA	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
POOC	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Abono/Seguro-Desemprego	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Sentenças Judiciais	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Lei Complementar ICMS	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
OCC	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2
Total da Despesa	15,7	15,3	15,1	14,9	14,7
Superávit Primário (Cenário A)	2,65	2,46	1,81	1,40	1,61
Superávit Primário (Cenário B)	2,65	2,46	2,30	2,06	1,82

bilhões em 2003 (primeiro ano sem a CPMF). Em termos de proporção do PIB, isso equivale a uma queda de 2,5% do PIB em 2001 para 1,4% do PIB em 2003. Já no cenário B, a política de redução gradual da CPMF (ou das receitas extraordinárias) traduz-se em um superávit primário do governo federal sempre superior ao do cenário A e nunca inferior a 1,8% do PIB (ver Tabelas 4 e 5). Esses efeitos estão representados nos Gráficos 5 e 6, que mostram a evolução da receita líquida e dos gastos não-financeiros do governo federal, a preços constantes da data-base e como proporção do PIB. O superávit primário é dado pela diferença entre as curvas da receita líquida e dos gastos. No cenário A, essa diferença se estreita perigosamente entre 2001 e 2003, devido à eliminação das receitas extraordinárias a partir de meados de 2002. Já no cenário B, a estratégia de *phasing out* dessas receitas possibilita a geração de superávits maiores durante todo o tempo. A redução dos superávits primários no cenário A pode ainda se traduzir em um aumento da taxa de juros real e uma queda no crescimento do PIB. A combinação desses eventos, por sua vez, pode deteriorar a percepção dos investidores quanto à sustentabilidade da política fiscal e dificultar o financiamento da dívida pública e do balanço de pagamentos.¹⁴

14 Esses efeitos recíprocos entre a situação da política fiscal e a incerteza macroeconômica foram estudados, por exemplo, em Barro (1995), Calvo (1988) e Missale e Blanchard (1994).

Gráfico 5
Política Fiscal de Médio Prazo – 2000/04
(R\$ Bilhões Constantes)

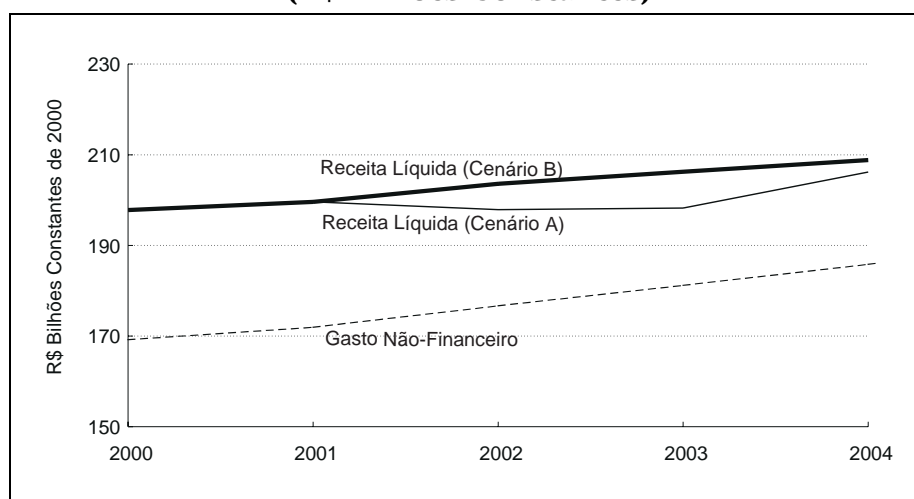
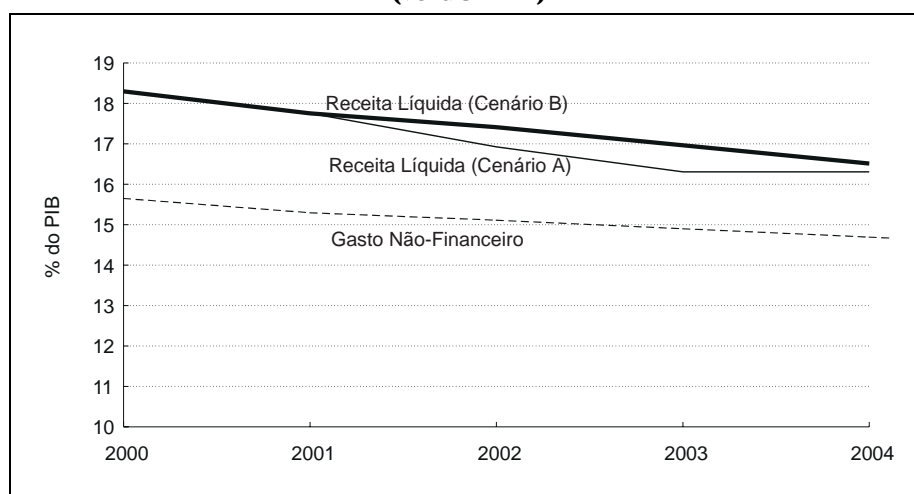


Gráfico 6
Política Fiscal de Médio Prazo – 2000/04
(% do PIB)



As políticas fiscais alternativas representadas nos cenários A e B também têm consequências em termos de sustentabilidade da política fiscal. Esses efeitos serão estudados na segunda etapa do exercício. Vamos supor que o governo decida promover, em determinada data T , os ajustes necessários para que a política fiscal se torne sustentável daí em diante. Vamos supor, adicionalmente, que esta data T coincida, em ambos os cenários, com a interrupção das receitas extraordinárias (que é o evento que os diferencia). Portanto, no cenário A, $T = 3$ e, no cenário B, $T = 5$. Em outras palavras, a política fiscal sustentável se iniciará em 2003 no cenário A e em 2005 no cenário B.

A equação (8) define a taxa de juros real *bruta* como uma função crescente da razão dívida pública do governo federal/PIB:

$$r = r_{\min} + \mu (b_{-1} - \bar{b}) \quad (8)$$

onde r_{\min} é um piso para a taxa de juros real bruta e b_{-1} a razão dívida pública/PIB no período anterior. μ e \bar{b} são parâmetros positivos e menores do que 1. Para efeitos do exercício, foram escolhidos os seguintes valores: a) $r_{\min} = 0,08$ (8% a.a.); b) $\mu = 0,8$; e c) $\bar{b} = 0,20$. Dada uma inflação anual de 2% e uma alíquota de 20% de imposto de renda na fonte sobre os rendimentos nominais, o piso $r_{\min} = 0,08$ corresponde a uma taxa de juros real líquida de 6% a.a. (que, por sua vez, pode ser interpretada como a soma da taxa de juros real de 4% a.a. vigente nos Estados Unidos mais um prêmio de risco básico para países emergentes igual a 2%). Substituindo-se os valores descritos em a, b e c, a equação (8) requer taxas de juros reais anuais brutas de 8%, 12% e 16% para dívidas do governo federal de 20%, 25% e 30% do PIB, respectivamente.

Há dois efeitos importantes das diferentes políticas com relação às receitas extraordinárias na transição para a política fiscal sustentável. O primeiro tem a ver com a acumulação da dívida pública. No cenário A, esta acumulação será mais rápida, porque os superávits primários serão menores do que no cenário B e a taxa de juros real, que é uma função da dívida pública, também será mais alta. A Tabela 6 mostra um exemplo numérico desse efeito. Em ambos os cenários, partiu-se de uma dívida pública do governo federal igual a 26% do PIB no final do ano 2000.¹⁵ No cenário A (de interrupção súbita da CPMF em 2002), tanto a taxa de juros real em T quanto a dívida pública em $T - 1$ são maiores do que no cenário B. Conseqüentemente, aplicando-se a fórmula (7) apresentada na Seção 3, o superávit primário “sustentável” (p^*) no cenário A será igual a 1,9% do PIB, contra 1,6% do PIB no cenário B. Para o cálculo desses valores, que aparecem sombreados na Tabela 6, foram considerados os seguintes parâmetros:

- $b^* = 0,256$ (cenário A) e $b^* = 0,246$ (cenário B), correspondentes às dívidas em $T - 1$ para cada cenário (2002 em A e 2004 em B);
- $r = 0,125$ (cenário A) e $r = 0,117$ (cenário B), correspondentes às taxas de juros reais em T para cada cenário (2003 em A e 2005 em B);
- $y = 0,04$; e
- s (receita de senhoriagem) = 0,002.¹⁶

¹⁵ Esse nível é consistente com a realização das metas do Programa de Estabilidade Fiscal.

¹⁶ O parâmetro s foi estimado com base na fórmula $s = (\pi + y) \cdot m$, com π (inflação) = 2% a.a., $y = 4\%$ a.a. e m (razão base monetária/PIB) = 4% do PIB. Essa fórmula da senhoriagem pode ser encontrada, por exemplo, em Dornbusch e Fischer (1993).

Tabela 6
Trajетórias de Superávits Primários Consistentes com os Cenários A e B – 2001/05

	2001	2002	2003	2004	2005
Parâmetros					
Inflação (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Crescimento Real do PIB (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Cenário A, com $T = 3$					
Taxa de Juros Real (%)	12,8	12,4	12,5	12,5	12,5
Despesas de Juros Nominais (% do PIB)	3,7	3,5	3,6	3,6	3,6
Superávit Primário (% do PIB)	2,46	1,81	1,89	1,89	1,89
Receita Líquida	17,8	16,9	16,3	16,3	16,3
Gasto Não-Financeiro (2000 = 15,7)	15,3	15,1	14,4	14,4	14,4
Déficit Nominal (% do PIB)	1,2	1,7	2,1	1,7	1,7
Dívida Líquida (% do PIB) ^a	25,5	25,6	25,6	25,6	25,6
Cenário B, com $T = 5$					
Taxa de Juros Real (%)	12,8	12,4	12,1	11,8	11,7
Despesas de Juros Nominais (% do PIB)	3,7	3,5	3,4	3,3	3,2
Superávit Primário (% do PIB)	2,46	2,30	2,06	1,82	1,63
Receita Líquida	17,8	17,4	17,0	16,5	16,3
Gasto Não-Financeiro (2000 = 15,7)	15,3	15,1	14,9	14,7	14,7
Déficit Nominal (% do PIB)	1,2	1,2	1,3	1,5	1,6
Dívida Líquida (% do PIB) ^a	25,5	25,1	24,8	24,6	24,6

^aExceto a base monetária.

O segundo efeito das políticas relaciona-se com o *timing* do ajuste e com o comportamento requerido dos gastos não-financeiros do governo federal entre a data-base (2000) e o ano T , dadas as metas p^* . Esse problema é relevante na medida em que uma parte importante dos gastos não-financeiros do governo federal apresenta um crescimento pelo menos parcialmente autônomo e não é sensível a inovações de políticas de curto ou médio prazos.¹⁷ A questão-chave, então, é investigar que trajetória de gastos não-financeiros do governo federal será compatível com o cumprimento das metas p^* , dadas as seguintes restrições: a) uma parte relevante das receitas será suprimida em um determinado momento; e b) o crescimento dos gastos é parcialmente autônomo.

Esse problema também pode ser expresso nos seguintes termos: suponha-se que o objetivo do governo seja alcançar a meta de superávit primário p^* a partir do ano T , sujeito às restrições *a* e *b* acima. Dadas previsões para as receitas líquidas e o horizonte de ajuste, o instrumento de política limita-se à parcela comprimível dos gastos públicos, ou seja, aos gastos passíveis de redução no curto prazo. A solução do problema

17 Por exemplo: o crescimento das despesas previdenciárias depende do *quantum* de benefícios, que é determinado em parte por fatores demográficos; o crescimento das despesas de pessoal tem um componente vegetativo, associado com os efeitos de promoções, gratificações, anuênios etc.

consiste, portanto, em achar o crescimento real médio dos gastos comprimíveis (entre os anos 0 e T) consistente com o cumprimento da meta. Essa solução, por sua vez, é compatível com um crescimento real médio dos gastos não-financeiros totais entre 0 e T .

A questão pode ser convenientemente tratada recorrendo-se a um modelo simples de consistência. Os gastos do governo federal no ano T compatíveis com a meta de superávit primário dependem da própria meta e do nível das receitas líquidas em T , ou seja:

$$G_T = T_T - P_T \quad (9)$$

Na equação (9), as variáveis estão expressas em termos reais (a preços constantes da data-base, por exemplo). G_T é o gasto público não-financeiro do governo federal, T_T a receita tributária líquida (de transferências a estados e municípios) e P_T a meta de superávit primário. Reescrevendo-se (9) em termos de proporção do PIB, obtém-se:

$$g_T = t_T - p^* \quad (10)$$

onde as letras minúsculas indicam as mesmas variáveis da equação (9) medidas como proporção do PIB e p_T foi substituída pela meta de superávit primário p^* .

Dado um nível inicial de gastos não-financeiros do governo federal, a seguinte expressão define g_T :

$$g_T = g_0 \cdot (1 + \alpha)^T / (1 + y)^T \quad (11)$$

Na equação (11), g_0 é a razão gastos não-financeiros/PIB no ano 0 (data-base), α a taxa de crescimento real anual desses gastos entre 0 e T e y a taxa de crescimento real anual do PIB.

Substituindo-se (11) em (10), chega-se à seguinte expressão para o parâmetro α :

$$\alpha = [(t_T - p^*)/g_0]^{(1/T)} \cdot (1 + y) - 1 \quad (12)$$

α é uma função monotonicamente crescente de T , desde que $0 < (t_T - p^*)/g_0 < 1$, ou que $0 < (t_T - g_0) < p^*$.¹⁸ Isso significa que, partindo-se de uma situação na qual o nível dos gastos seja inconsistente com a meta de superávit primário a partir de T , *quanto maior for o tempo disponível para o ajuste, maior será a taxa de crescimento real permitida dos gastos, ou seja, menos*

18 $d\alpha/dT = [(t_T - p^*)/g_0]^{(1/T)} \cdot (1 + y) \cdot \ln[(t_T - p^*)/g_0] \cdot (-1/T^2)$. Essa derivada é positiva, desde que o logaritmo seja negativo, isto é, desde que $0 < (t_T - p^*)/g_0 < 1$. Essa restrição também implica admitir que $\alpha < y$ e que $\lim_{T \rightarrow \infty} \alpha = y$, ou seja, que a taxa de crescimento real dos gastos públicos é inferior à do crescimento do PIB, mas converge assintoticamente para esta última.

traumático será o processo de ajuste sob a forma de limitação dos gastos.

Mas a equação (12) conta apenas uma parte da história. Como já mencionado, existe uma parcela significativa dos gastos públicos cujo crescimento é relativamente autônomo, e que por isso é pouco sensível às políticas fiscais de curto e médio prazos. Para capturar os efeitos desse fenômeno, definam-se os parâmetros β e λ como as taxas de crescimento reais médias dos gastos autônomos e dos gastos comprimíveis, respectivamente. Os gastos autônomos abrangem a maioria das despesas de pessoal e previdenciárias. Os gastos comprimíveis são, tipicamente, as “outras despesas correntes e de capital” (OCC), que costumam funcionar como a variável por excelência de ajuste dos gastos públicos a curto prazo. Considere-se agora esta outra definição para o parâmetro α :

$$\alpha = \theta_0 \cdot (1 + \beta) + (1 - \theta_0) \cdot (1 + \lambda) - 1 \quad (13)$$

Na equação (13), α é descrito como uma média ponderada de β e λ , na qual os pesos θ_0 e $(1 - \theta_0)$ referem-se, respectivamente, às participações iniciais dos gastos autônomos (θ_0) e comprimíveis $(1 - \theta_0)$ no total dos gastos públicos não-financeiros. Isolando-se λ em (13), obtém-se a seguinte expressão para a taxa de crescimento real média permitida do OCC (ao longo da fase de transição para a política fiscal sustentável):

$$\lambda = [(1/(1 - \theta_0)) \cdot (1 + \alpha)^T - (\theta_0/(1 - \theta_0)) \cdot (1 + \beta)^T]^{(1/T)} - 1 \quad (14)$$

Considerem-se agora os seguintes parâmetros: a) receitas líquidas (t_T) de 16,3% do PIB, que são as previstas para o ano 2000 menos as receitas extraordinárias das concessões e da CPMF (estimadas em 2,0% do PIB nesse ano);¹⁹ b) gastos não-financeiros na data-base (g_0) de 15,7% do PIB, iguais aos esperados no ano 2000;²⁰ c) $\beta = 0,025$; d) $\theta_0 = 0,8$; e) $p^* = 0,0189$ (cenário A) ou 0,0163 (cenário B); e f) $y = 0,04$.²¹

A Tabela 7 mostra as taxas de crescimento real permitidas para os gastos não-financeiros totais (α) e os gastos de OCC (λ) entre os anos 0 e T . No caso do cenário A, com $T = 3$, os gastos não-financeiros totais podem crescer à taxa média anual de 1,1% entre 2000 e 2003. No entanto, como uma parte significativa dos

19 Em 1998, a arrecadação da CPMF foi igual a 0,9% do PIB, com uma alíquota de 0,20%. Com uma extrapolação linear simples usando a alíquota de 0,38% até junho de 2000 e de 0,30% depois dessa data, chega-se à estimativa de arrecadação de 1,5% do PIB em 2000. A esse valor somou-se 0,5% do PIB, que corresponde às receitas de concessões esperadas no ano 2000.

20 $(t_T - g_0) = 0,006$, que é positivo e menor do que $p^* = 0,0189$ ou $p^* = 0,0163$, o que assegura que, em (11), α é uma função crescente de T .

21 O parâmetro $\beta = 0,025$ associa-se a um crescimento vegetativo dos benefícios do INSS da ordem de 4% a.a. e das despesas de pessoal à taxa de 1% a.a. Já o parâmetro $\theta_0 = 0,8$ corresponde a uma participação inicial de 20% dos gastos do OCC no gasto não-financeiro total, que é o valor aproximado previsto para o ano 2000.

Tabela 7
Crescimento Real Permitido dos Gastos do Governo
Federal entre os Anos 0 e T
(% a.a.)

		(y = 0,04)	
		<i>Gasto Não-Financeiro</i>	
		<i>Total</i>	<i>OCC</i>
<i>T</i> (Anos)	3 ($p^* = 0,0189$)	1,1	-5,1
	5 ($p^* = 0,0163$)	2,6	3,0

gastos (cerca de 80%) apresenta um crescimento autônomo em torno de 2,5% a.a., os gastos de OCC devem diminuir a uma taxa média anual de 5,1% entre 2000 e 2003, para que a razão gastos não-financeiros/PIB seja consistente com a meta de superávit primário de 1,9% do PIB em 2003. Após dois anos sucessivos (1999 e 2000) de cortes reais nessa rubrica de gastos, esse requisito adicional de redução nas despesas de OCC parece excessivo.

No cenário alternativo B, com $T = 5$, a prorrogação até 2004 das receitas extraordinárias possibilita uma transição mais suave, com os gastos não-financeiros crescendo a uma taxa média anual de 2,6% entre 2000 e 2005 e os gastos de OCC aumentando à taxa de 3% a.a. no mesmo período.

5. Conclusões

As receitas extraordinárias provenientes da prorrogação da CPMF até meados de 2002 terão um impacto relevante no atual esforço de ajuste fiscal no Brasil. Essa importância pode ser avaliada pela participação prevista da receita da CPMF na meta de superávit primário do governo federal: estima-se que ela chegue a quase 40% em 1999 e aumente para mais de 50% em 2000 e 2001.²² Na verdade, essas receitas extraordinárias são importantes para permitir a busca de um ajuste fiscal rigoroso entre 1999 e 2001, capaz de acelerar a recuperação da confiança externa na política de estabilização e melhorar as possibilidades de financiamentos dos déficits público e do balanço de pagamentos.

No entanto, a política fiscal em vigor prevê a eliminação súbita da CPMF em 2002, o que pode trazer consequências negativas em termos de sustentabilidade da política fiscal. A

22 A participação menor em 1999 deve-se ao início da cobrança apenas a partir do mês de junho. Considerando-se que a CPMF tinha uma alíquota de 0,20% até 19 de janeiro e que foi retomada a partir de junho com uma alíquota de 0,38%, estimou-se uma alíquota efetiva (média anual) para 1999 de 0,21% e, usando-se uma extrapolação linear simples (com base na previsão de arrecadação de 0,90% do PIB, dada uma alíquota de 0,20%), chegou-se à receita de 0,95% do PIB, que foi então dividida pela meta de superávit primário do governo federal de 2,50% do PIB, para se obter a razão de 38%.

redução significativa dos superávits primários a partir de 2002 afetaria negativamente a acumulação da dívida pública e exigiria uma meta de superávit primário consistente com a sustentabilidade da política fiscal a partir de 2003 de 1,9% do PIB. Mas, como os gastos não-financeiros do governo federal são parcialmente incompressíveis, essa meta só seria alcançada com uma redução real em torno de 5% a.a. nas despesas de OCC entre 2000 e 2003. Esse requisito de corte de gastos parece excessivo, tendo em vista os cortes significativos já em andamento nessa rubrica. Adicionalmente, a redução dos superávits primários poderia ainda induzir a uma elevação da taxa de juros real e a uma desaceleração do crescimento econômico, deteriorar a percepção dos investidores quanto à sustentabilidade da política fiscal e dificultar o financiamento da dívida pública e do balanço de pagamentos.

Uma política alternativa seria estender a cobrança de receitas extraordinárias até junho de 2004 (o que não equivale necessariamente a prorrogar a arrecadação da CPMF). Nesse caso, o comportamento mais favorável do resultado primário produziria uma acumulação mais lenta da dívida pública, taxas de juros reais mais baixas e, conseqüentemente, uma meta de superávit primário consistente com a sustentabilidade da política fiscal a partir de 2005 de apenas 1,6% do PIB. Essa meta poderia ser alcançada mesmo com um aumento real de 3% a.a. nas despesas de OCC entre 2000 e 2005. Evidentemente, o risco de deterioração da percepção dos investidores quanto à sustentabilidade da política fiscal seria menor nessa alternativa.

É importante assinalar que a dilatação proposta das receitas extraordinárias visa apenas viabilizar o ajuste fiscal de médio prazo, atenuando as resistências políticas que seriam motivadas pela necessidade de novos cortes absolutos do OCC.²³ Nesse sentido, vale ressaltar que, tanto no cenário A quanto no B, há uma queda persistente dos gastos não-financeiros do governo federal como proporção do PIB, a qual será mais suave no cenário B. Para efeitos de comparação, em 1998 esses gastos foram iguais a 16,7% do PIB, o que significa que, mesmo no cenário B, haveria uma redução de gastos da ordem de 2,0 pontos percentuais do PIB (ver Tabela 6).

Os resultados acima motivam a proposta de se estender temporariamente a cobrança de receitas extraordinárias até junho de 2004, para evitar uma queda muito rápida dos superávits primários e uma possível deterioração das expectativas quanto à sustentabilidade da política fiscal. Afinal de contas, se as receitas extraordinárias são importantes para o ajuste fiscal de 1999/2001, por que eliminá-las subitamente em 2002, ano de eleições presidenciais, no qual a incerteza política se somará à incerteza

23 Para as dificuldades políticas de alocar os ônus do ajuste fiscal, ver, por exemplo, Alesina e Drazen (1991).

macroeconômica? Além do mais, dadas as dificuldades técnicas e políticas associadas com cortes *adicionais* nas despesas de OCC, a prorrogação das receitas extraordinárias parece-nos um mecanismo prudente para assegurar um equilíbrio fiscal de médio prazo, enquanto não se criam as condições para um ajuste permanente do setor público.

Referências Bibliográficas

- ALESINA, A., DRAZEN, A. Why are stabilizations delayed? *The American Economic Review*, v. 81, n. 5, p. 1.170-1.188, 1991.
- BARRO, R. J. *Optimal debt management*. NBER, Oct. 1995 (Working Paper, 5327).
- BEVILAQUA, A. S., WERNECK, R. L. F. *Fiscal-policy sustainability in Brazil*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1997, mimeo.
- BLANCHARD, O., CHOURAQUI, J., HAGEMANN, R., SARTOR, N. The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question. *OECD Economic Studies*, n. 15, 1990.
- CALVO, G. Servicing the public debt: the role of expectations. *The American Economic Review*, v. 78, n. 4, p. 647-661, 1988.
- CHOURAQUI, J. C., JONES, B., MONTADOR, R. B. Public debt in a medium-term perspective. *OECD Economic Studies*, n. 7, p. 103-139, 1986.
- CUDDINGTON, J. *Analyzing the sustainability of fiscal deficits in developing countries*. World Bank, June 1997 (Policy Research Working Paper, 1784).
- DIAMOND, P. National debt in a neoclassical growth model. *The American Economic Review*, v. 55, n. 5, p. 1.126-1.150, 1965.
- DOMAR, E. D. The burden of the debt' and national income. *The American Economic Review*, Dec. 1944.
- DORNBUSCH, R., FISCHER, S. Moderate inflation. *The World Bank Economic Review*, v. 7, n. 1, p. 1-44, 1993.
- GARCIA, V. *The demand for base money and the sustainability of public debt*. World Bank, June 1997 (Policy Research Working Paper, 1774).
- HAMILTON, J. D., FLAVIN, M. On the limitation of government borrowing: a framework for empirical testing, *The American Economic Review*, v. 76, p. 808-819, 1986.

-
- ISSLER, J. V., LIMA, L. R. *Public debt sustainability and endogenous seignorage in Brazil: time-series evidence from 1947-92*. Rio de Janeiro: FGV, jun. 1997 (Ensaio Econômico da EPGE, 306).
- KEYNES, J. M. A tract on monetary reform. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan Press, 1971.
- LERDA, Juan Carlos. A dinâmica da dívida pública: de Domar-Lerner a Tobin-Simonsen. *Política e Planejamento Econômico*, v. 17, n. 2, ago. 1987.
- KOPITS, G., SYMANSKY, S. *Fiscal policy rules*. Washington: International Monetary Fund, 1998 (Occasional Paper, 62).
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Programa de Estabilidade Fiscal*. Out. 1998.
- MISSALE, A., BLANCHARD, O. The debt burden and the debt maturity. *The American Economic Review*, v. 84, n. 3, p. 309-319, 1994.
- WILCOX, D. W. The sustainability of government deficits: implications of the present-value borrowing constraint. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 21, n. 3, p. 291-306, 1989.
- ZEE, H. The sustainability and optimality of government debt. *IMF Staff Papers*, v. 35, n. 4, 1988.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 50 ALTERNATIVAS DE REFORMA DA PREVIDÊNCIA SOCIAL: UMA PROPOSTA – Fabio Giambiagi, Francisco Eduardo Barreto de Oliveira e Kaizô Iwakami Beltrão – outubro/96
 - 51 DO GATT À OMC: O QUE MUDOU, COMO FUNCIONA E PARA ONDE CAMINHA O SISTEMA MULTILATERAL DE COMÉRCIO – Elba Cristina Lima Rêgo – outubro/96
 - 52 MODELO DE CONSISTÊNCIA MACROECONÔMICA – Fabio Giambiagi e Florinda Pastoriza – janeiro/97
 - 53 NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO: BASES PARA A DISCUSSÃO DO AJUSTE FISCAL NO BRASIL – 1991/96 – Fabio Giambiagi – março/97
 - 54 A ECONOMIA POLÍTICA DAS POLÍTICAS PÚBLICAS: FATORES QUE FAVORECERAM AS PRIVATIZAÇÕES NO PERÍODO 1985/94 – Licínio Velasco Jr. – abril/97
 - 55 A ECONOMIA POLÍTICA DAS POLÍTICAS PÚBLICAS: AS PRIVATIZAÇÕES E A REFORMA DO ESTADO – Licínio Velasco Jr. – maio/97
 - 56 CENÁRIO MACROECONÔMICO: 1997/2002 – Ana Cláudia Duarte de Além, Fabio Giambiagi e Florinda Pastoriza – maio/97
 - 57 A DESPESA PREVIDENCIÁRIA NO BRASIL: EVOLUÇÃO, DIAGNÓSTICO E PERSPECTIVAS – Fabio Giambiagi e Ana Cláudia Duarte de Além – maio/97
 - 58 UMA MATRIZ DE CONTABILIDADE SOCIAL ATUALIZADA PARA O BRASIL – Sandro C. de Andrade e Sheila Najberg – julho/97
 - 59 ABERTURA COMERCIAL: CRIANDO OU EXPORTANDO EMPREGOS – Maurício Mesquita Moreira e Sheila Najberg – outubro/97
 - 60 AUMENTO DO INVESTIMENTO: O DESAFIO DE ELEVAR A POUPANÇA PRIVADA NO BRASIL – Ana Cláudia Além e Fabio Giambiagi – dezembro/97
 - 61 A CONDIÇÃO DE ESTABILIDADE DA RELAÇÃO PASSIVO LÍQUIDO AMPLIADO/PIB: CÁLCULO DO REQUISITO DE AUMENTO DAS EXPORTAÇÕES NO BRASIL – Fabio Giambiagi – dezembro/97
 - 62 BNDES: PAPEL, DESEMPENHO E DESAFIOS PARA O FUTURO – Ana Cláudia Além – dezembro/97
 - 63 O INVESTIMENTO EM INFRA-ESTRUTURA E A RETOMADA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO SUSTENTADO – Francisco José Zagari Rigolon e Maurício Serrão Piccinini – dezembro/97
 - 64 MECANISMOS DE REGULAÇÃO TARIFÁRIA DO SETOR ELÉTRICO: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O CASO BRASILEIRO – José Claudio Linhares Pires e Maurício Serrão Piccinini – julho/98
 - 65 O DESEMPENHO DO BNDES NO PERÍODO RECENTE E AS METAS DA POLÍTICA ECONÔMICA – Ana Cláudia Além – julho/98
 - 66 OPÇÕES REAIS E ANÁLISE DE PROJETOS – Francisco José Zagari Rigolon – março/99
 - 67 ESTRANGEIROS EM UMA ECONOMIA ABERTA: IMPACTOS SOBRE PRODUTIVIDADE, CONCENTRAÇÃO E COMÉRCIO EXTERIOR – Maurício Mesquita Moreira – março/99
 - 68 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: REESTRUTURAÇÃO RECENTE, COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS E VULNERABILIDADE À CRISE CAMBIAL – Fernando Pimentel Puga – março/99
 - 69 A RENEGOCIAÇÃO DAS DÍVIDAS E O REGIME FISCAL DOS ESTADOS – Francisco Rigolon e Fabio Giambiagi – julho/99
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-2615

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-7909

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-5874

Escritórios**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (0XX61) 322-6251
Fax: (0XX61) 225-5179

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-904 – São Paulo – SP
Tel.: (0XX11) 251-5055
Fax: (0XX11) 251-5917

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (0XX81) 465-7222
Fax: (0XX81) 465-7861

Belém

Av. Presidente Vargas, 800 – 17º andar
CEP 66017-000 – Belém – PA
Tel.: (0XX91) 216-3540
Fax: (0XX91) 224-5953

Internet

<http://www.bndes.gov.br>
